

## 化学原料药

署名人：周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人：余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6—12 个月目标价： 35.00 元

当前股价： 19.58 元

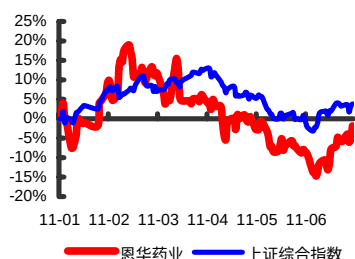
评级调整： 维持

## 基本资料

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 2810.36 |
| 总股本(百万)   | 234     |
| 流通股本(百万)  | 87      |
| 流通市值(亿)   | 16.98   |
| EPS (TTM) | 0.245   |
| 每股净资产 (元) | 2.15    |
| 资产负债率     | 51.42%  |

## 股价表现

| (%)    | 1M   | 3M    | 6M     |
|--------|------|-------|--------|
| 恩华药业   | 6.59 | -7.25 | -10.35 |
| 上证综合指数 | 2.95 | -7.63 | 0.68   |



## 相关报告

《恩华药业-二季度新品有望获批，高成长值得期待》2011-3-27

《恩华药业-营销改善，专注于细分领域的高成长》2011-2-18

《恩华药业-三季报略超预期，未来高速增长可期》2010-10-25

恩华药业

002262

推荐

## 主业增长符合预期，三季度右美托咪定有望获批

恩华药业公布 11 年中期业绩快报，收入 7.75 亿，归属于母公司净利润 5740 万，合 EPS0.245 元，增长 35.68%，略微超出我们 0.238 元的预期。

### 投资要点：

- **利润增长良好。**恩华药业 11 年上半年收入 7.75 亿，增长 22%，归属于母公司的净利润 5740 万，同比增长 35.68%，我们认为主要因为高毛利的工业增长良好、符合预期，超出预期的部分主要来自于商业本期与去年相比略有盈利。
- **麻醉类药物继续高速增长。**恩华 10 年麻醉剂销售额 2.85 亿，其中咪达唑仑约 1.6 个亿。由于去年开始营销分线改革，咪达唑仑又在新科室 ICU 进行推广，我们预测 11 年上半年还能保持 22% 左右增长。依托咪酯、氟马西尼去年销售分别约 7330、3260 万，前者在强大的学术推广下今年增长也会维持在 22%，而后者由于竞争品较多增速不到 20%。  
(关于麻醉药物的分析，请参考我们 2011 年 5 月发布的麻醉药草根调研报告)
- **精神类药物中齐拉西酮增长突出。**大品种利培酮去年全年销售 9400 万，受基数大、竞争加速影响，增长速度较慢，我们预计上半年增速不到 10%，但齐拉西酮（思贝格）表现抢眼——去年全年约 2800 万，增速 17%，今年上半年预计有 30% 左右的增长。盐酸丁螺环酮等的前景同样值得期待。
- **神经类药物小基数增长：**神经类药物去年销售 2914 万，今年上半年销售情况和去年差不多，对公司的利润贡献还维持在较低水平。
- **新品获批提升增长潜力：**镇静催眠药物右美托咪定已通过现场检查，预计 8、9 月份可获批。该品种市场潜力巨大，与咪达唑仑比价格要贵、副反应小，市场仅有恒瑞一家竞争品。恒瑞上市一年便将该产品做到了 6000-7000 万水平，今年预计过亿，且临床医生反映较好。若恩华获批，未来 3-5 年将会很大程度上提升麻醉药的增长速度。芬太尼预计四季度获批，瑞芬太尼、异丙酚等应在明年。
- 我们预测公司 11-13 年的 EPS 为 0.46、0.64 和 0.91 元，推荐评级。
- **风险提示：**新品获批时间无法准确预测。

### 主要财务指标

| 单位：百万元        | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 1301  | 1542  | 1949  | 2426  |
| 同比(%)         | 17%   | 19%   | 26%   | 24%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 76    | 107   | 150   | 213   |
| 同比(%)         | 38%   | 40%   | 40%   | 42%   |
| 毛利率(%)        | 38.1% | 39.3% | 41.5% | 43.4% |
| ROE(%)        | 16.7% | 19.4% | 22.3% | 25.3% |
| 每股收益(元)       | 0.33  | 0.46  | 0.64  | 0.91  |
| P/E           | 59.94 | 42.72 | 30.54 | 21.52 |
| P/B           | 9.99  | 8.27  | 6.82  | 5.46  |
| EV/EBITDA     | 39    | 29    | 20    | 15    |

资料来源：中投证券研究所

## 附：财务预测表

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度            | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>    | 653  | 780   | 998   | 1274  | <b>营业收入</b>     | 1301        | 1542         | 1949         | 2426         |
| 现金             | 223  | 274   | 366   | 497   | 营业成本            | 805         | 935          | 1140         | 1374         |
| 应收账款           | 246  | 292   | 369   | 459   | 营业税金及附加         | 10          | 12           | 15           | 19           |
| 其它应收款          | 16   | 19    | 24    | 30    | 营业费用            | 309         | 366          | 487          | 623          |
| 预付账款           | 28   | 33    | 40    | 48    | 管理费用            | 81          | 96           | 121          | 150          |
| 存货             | 134  | 156   | 190   | 228   | 财务费用            | 6           | 9            | 9            | 8            |
| 其他             | 6    | 7     | 8     | 10    | 资产减值损失          | 3           | 3            | 3            | 3            |
| <b>非流动资产</b>   | 301  | 323   | 314   | 298   | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     | 投资净收益           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 165  | 230   | 285   | 272   | <b>营业利润</b>     | 87          | 122          | 174          | 249          |
| 无形资产           | 35   | 32    | 29    | 26    | 营业外收入           | 4           | 4            | 4            | 4            |
| 其他             | 101  | 60    | 0     | 0     | 营业外支出           | 1           | 1            | 1            | 1            |
| <b>资产总计</b>    | 954  | 1102  | 1312  | 1572  | <b>利润总额</b>     | 90          | 125          | 177          | 252          |
| <b>流动负债</b>    | 482  | 544   | 635   | 726   | 所得税             | 15          | 18           | 27           | 38           |
| 短期借款           | 166  | 200   | 220   | 230   | <b>净利润</b>      | 75          | 107          | 150          | 214          |
| 应付账款           | 173  | 201   | 245   | 296   | 少数股东损益          | -1          | 0            | 0            | 1            |
| 其他             | 142  | 143   | 170   | 201   | <b>归属母公司净利润</b> | 76          | 107          | 150          | 213          |
| <b>非流动负债</b>   | 10   | 0     | 0     | 0     | EBITDA          | 115         | 157          | 220          | 301          |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 0.33        | 0.46         | 0.64         | 0.91         |
| 其他             | 10   | 0     | 0     | 0     |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 492  | 544   | 635   | 727   | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 4    | 4     | 4     | 6     | <b>会计年度</b>     | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 股本             | 234  | 234   | 234   | 234   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 47   | 47    | 47    | 47    | 营业收入            | 17.1%       | 18.6%        | 26.4%        | 24.5%        |
| 留存收益           | 178  | 273   | 391   | 559   | 营业利润            | 39.1%       | 40.5%        | 41.9%        | 43.3%        |
| 归属母公司股东权益      | 459  | 554   | 672   | 840   | 归属于母公司净利润       | 38.3%       | 40.3%        | 39.9%        | 41.9%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 954  | 1102  | 1312  | 1572  | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率             | 38.1%       | 39.3%        | 41.5%        | 43.4%        |
|                |      |       |       |       | 净利率             | 5.9%        | 7.0%         | 7.7%         | 8.8%         |
|                |      |       |       |       | ROE             | 16.7%       | 19.4%        | 22.3%        | 25.3%        |
|                |      |       |       |       | ROIC            | 24.1%       | 27.0%        | 34.5%        | 44.4%        |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率           | 51.5%       | 49.4%        | 48.4%        | 46.2%        |
|                |      |       |       |       | 净负债比率           |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 1.36        | 1.43         | 1.57         | 1.75         |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 1.07        | 1.14         | 1.27         | 1.43         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 1.50        | 1.50         | 1.61         | 1.68         |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 6           | 5            | 6            | 6            |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 5.74        | 5.00         | 5.10         | 5.08         |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.33        | 0.46         | 0.64         | 0.91         |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.26        | 0.38         | 0.61         | 0.87         |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 1.96        | 2.37         | 2.87         | 3.59         |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 59.94       | 42.72        | 30.54        | 21.52        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 9.99        | 8.27         | 6.82         | 5.46         |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 39          | 29           | 20           | 15           |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推 荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中 性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内

回 避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看 好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中 性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看 淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

**中投医药团队荣誉：**2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围；“2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。2010 年财经风云榜最佳证券分析师（医药行业唯一一个）。

### 中投医药团队成员：

**周锐**，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；

**余方升**，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；

**余文心**，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；

**江琦**，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，经济学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药行业及医药流通研究；

**王威**，医药行业研究助理，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究；

## 免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434